

# 中小企業の私募債の実態と金利への影響要因の分析

## 特定社債保証制度に基づいて発行された私募債をサンプルとして

### An Analysis of the actual status and the influence factors on the interest rate of private placement bonds issued by SMEs

博士後期課程 経営学専攻 2001年度入学

林 幸 治

Koji Hayashi

#### 【論文要旨】

This paper examines the actual status of private placement bonds issued by the small and medium-sized enterprises (SMEs) in Japan and verifies whether differences in the feature of the bonds, especially the interest rate in the undertaking financial institution, the region, and each type of business. In addition, it is also a purpose of this thesis to understand the influence level of which item was high to the interest rate of the bonds. This paper uses the private placement bonds issued based on the specific corporate bond guarantee system as the sample of the corporate bonds. As a result, it is pointed out that the interest rate of bonds undertaken by city banks is not lower than the rate of the other financial institutions. Moreover it is the influence factors on the interest that the repayment period and the issue fiscal year are.

【キーワード】 Small and Medium-sized Enterprise (SME), Private placement bond, Finance, Financial institution, Direct Finance

#### 1. 目的と意義

本論文の目的は、2000年に施行された「中小企業者に対する直接金融の途を開き、資金調達の多様化・円滑化を図るために、信用保証協会が中小企業者の発行する社債（私募債）に信用保証を付与する制度（以下、特定社債保証制度）」に基づいて発行された社債の分析を通じて、中小企業の私募債の現状を実証的に把握することにある<sup>1</sup>。中小企業の私募債の実態を把握することに加

え、制度の特性上、年度、引受金融機関、地域および業種ごとにその私募債に特徴があるかどうか、特に金利面での差異があるかを検証すること、さらに同制度における私募債の金利が決定される際に、どの項目の影響度が高いかを把握することを試みた。分析にあたり利用した社債のサンプルは、特定社債保証制度に基づいて中小企業が発行した私募債を用いた。

中小企業の資金調達には金融機関依存型であり、直接金融という手法である私募債が導入されたにもかかわらず、その実態は金融機関依存型の性格が残存している。同制度はこのような性格を有している中で私募債の発行数が減少しており、またそのデータは集計および公表はされていない<sup>2</sup>。同制度の成果に関してはもちろん、中小企業の私募債は公表データが乏しいことが現状であり、その実態を把握することに意義があるものと考ええる。

検証の結果として、今回の分析では財務データ等を考慮していないにもかかわらず、金利への影響度の約7割近くが財務データ以外の要因で説明される結果となり、私募債に関して金融機関の金利設定方法が一般的な貸出とは異なっていると提起することができた。今後さらに分析を進めるにあたって、個々の中小企業の財務データを用いて分析する必要があるという課題が残った。

## 2. 私募債に関する先行研究

中小企業の私募債に関する研究は、制度的な制限もあって中小企業が私募債を用いて資金調達を行う歴史が浅いため少ないのが現状である。そのような状況下において先行研究のレビューを試みた。先行研究をレビューするに当たり、私募債全般に関する研究と中小企業の私募債に関する研究とに分類した。

### 2-1 私募債に関する先行研究のレビューと課題

私募債に関する先行研究は、三浦（1993）がある。その中で三浦は1990年当時の私募債の発行額が増加していることに触れ、「中堅会社による財務の証券化（直接金融化）」の増加を一因とし、「中堅会社は、在来型（小型）私募債を「担保付・長期固定金利・借入財務の変形」として利用、つまり既存の借入と変わらないものと私募債を位置づけている<sup>3</sup>。また、「大銀行」と「大会社」との関係において銀行が優位であることも指摘している<sup>4</sup>。しかし、発行基準が1993年当時のものであり現在とでは状況が乖離している点、中小企業に関する議論が制度上なされていない点が指摘できる。

磯谷（1998）はアメリカの私募債の特徴について論じており、私募債を発行する条件および規模の小さい私募債の発行が少ない要因について述べている。私募債を発行することを選択するケースは、「情報問題」を抱えている企業、もしくは「情報集約的」な投資家しか買えない複雑な事情を有する企業が発行する場合であるとしている<sup>5</sup>。また、少額の私募債（1,000万ドル以下）の発行が少ない理由として、私募債の発行に必要なコストが割高である、買い手がデューデリジェンスおよびモニタリングを行う際のコストを利子に上乗せされる、発行額が小さい私募債の場合、発行企

業自体が小規模であり、情報の非対称性の問題が存在する、といった点をあげている<sup>6</sup>。このように、少額の社債の発行が少ない点や私募債の発行を選択する動因は日本にも当てはまると考えられるが、この研究の中では日本の状況については触れられていない。

## 2-2 中小企業の私募債に関する先行研究と課題

中小企業の私募債に関する研究では、篠原（1992）は当時の中小企業庁が行ったアンケート「中小企業等の私募債に関する調査」をもとに中小企業の視点からの私募債への認識、メリット、デメリットをまとめている。メリットとしては、①長期固定金利資金の確保が望める、②資金調達手段の多様化が図れる、③取引金融機関との関係緊密化が期待できる、といった点を列挙している。デメリットとしては、①手数料まで含めるとコストが高い、②発行手続が繁雑となってしまう、③金融機関の実績づくりに利用されてしまっている、などがあげられている。また、私募債発行の増加要因としては、①私募債に対する認知度が高まったこと、②銀行の勧誘、③発行限度額の上昇が行われたこと、などを指摘している<sup>7</sup>。このように、私募債に対する中小企業の評価は現在と変わらないが、この論文ではアンケートの紹介が中心でありデータ等が少なく、また14年前の研究のため当時の制度での分析となっている<sup>8</sup>。

野田（2000）は1999年に行われたアンケートにより現状を分析し、有担保原則、市場が未整備、コスト高といった点を私募債の有する問題点として指摘している。日本では私募債を満期まで持ち続ける「融資の変形」と指摘しているが、中堅・中小企業というよりも一般的な私募債に関する問題把握に留まっていた<sup>9</sup>。また、米国の私募債の発行状況と比較し、米国でも日本と同様、社債の発行によって資金調達を行っているのは大企業が中心であるとしている<sup>10</sup>。特定社債保証制度に関しては若干触れてはいるが、評価に値しないものと述べるに留まり具体的な分析はなされていない。

本間（2002）は中小企業の直接金融の多様化の一手段として東京都のCLO構想を検証している。その中で私募債に関しては「間接金融の性質が強い」と指摘するに留まっており、また特定社債保証制度に関しても若干は触れてはいるが詳細に検証はされていない。

柴田（2003）も、東京都の債券市場構想（CLO、CBO（社債担保証券：Collateralized Bond Obligation）を中心にその概略をレビューしている。その中で特定社債保証制度にも触れており、中小企業、金融機関双方の私募債に対する動向を中小企業事業団（現・独立行政法人中小企業基盤整備機構）の行った調査データを紹介する形で論じている。この論文の中で、会社制度の視点から見た場合に特定社債保証制度による無担保による資金調達であることを評価している点が特徴である。なぜなら中小企業は株式会社という有限責任制度を享受できる形態を採用していても、経営者が実質的には無限責任を負わざるを得ない点に問題があるとしており、無担保で資金調達できる点が重要であるとして特定社債保証制度を評価している<sup>11</sup>。

上記のようにこれまでは、私募債を含めて中小企業の社債による資金調達に関して十分に検討はされてこなかった。これを踏まえて林（2004）では、特定社債保証制度に基づいて発行された中

小企業の私募債についての現状を把握して同制度のスキームの評価を行った。その結果、大企業に限定されていた私募債の発行が中小企業も可能となりその利用性が高まったこと、返済が償還まで繰延になることによって資金の流動性が高まったことを指摘した。これは、私募債という直接金融の資金調達チャンネルが増加し、一部の中小企業にとっては利用可能性および資金の流動性が増加し有益となったという側面を有していた。しかし、私募債という資金調達のチャンネルは増加したものの金額や件数は少なく、実質は金融機関が引受けるという金融機関依存型の資金調達（金融機関優位の関係）に他ならないと指摘していた。さらにスキーム上は機関投資家等に譲渡することになっているが、実際は金融機関が私募債を引受け所有し、様々な役割を金融機関が担当し関与するという“金融機関への利益集中構造”であると指摘した。そして、中小企業は依然として金融機関依存の資金調達体制が存続しており、その構図から脱却できていないと結論付けている。ただし、林（2004）では扱った私募債のサンプル数が1,064銘柄と当時の発行数の約13%しか検証しておらず、また、金融機関の業態ごとや地域間の私募債の比較検証を行っていなかったという課題があった。

以上の先行研究をまとめると、中小企業の私募債による資金調達に関する研究は数が少なく、その多くは一般的な私募債や制度の解説に留まっており、また、詳細な研究は林（2004）があるものの検討する余地が残っている。さらに、中小企業の資金調達の多様化と位置づけとされた同制度ではあるが年々その発行数が減少傾向にあり、その事象について何ら検証がされていない点にも問題があると認識する。

### 3. 本論文の仮説と検証方法

そこで本論文では、林（2004）を踏まえて中小企業が発行した私募債の詳細な分析を行うことにした。本論文において分析を進めるにあたり3つの仮説を立てた。

- ① 引受金融機関ごとに私募債の金利には差が存在し、一般的な貸出金利同様に都市銀行が引受けている私募債の金利は低い。
- ② 企業数の多い関東や近畿地方で発行される私募債の金利は低くなる。
- ③ 金利は企業の財務データや金融機関との取引度合い（リレーションシップバンキング）に基づいて設定されており、そのほかの要因は金利に対して影響度が低い

①に関して、一般的な貸出について金融機関の業態別に見ると都市銀行の貸出金利が最も低く、信用金庫の貸出金利が最も高くなっている。このような傾向が中小企業の私募債の金利にも当てはまるかを検証することにした<sup>12</sup>。②に関しては、企業数の多い地区では金融機関同士の競争も激しく、金利面での競争が予想される。よって企業数の多い関東や近畿では私募債の金利に影響があるのではないかと想定した。③に関しては、中小企業金融においては企業の定性的データに基づいて金利や貸出を行うという「リレーションシップバンキング」の概念が主流である<sup>13</sup>。これを踏まえると、今回の検証では各企業の定性的なデータとしては業種や所在地だけを利用しているため、金利に関しては十分に説明ができる結果は得られないと予想した。

そこで上記の仮説を検証するに当たり、まず発行された私募債を年度別、引受金融機関別、地域別、業種別に詳細に分析し仮説の検証を行い、さらに重回帰分析を用いて金利への影響度を見ていくことにする。林（2004）の課題は扱った中小企業の社債のサンプル数が少なかったこと、および社債の発行年度別に分けて分析していない点であった。これら課題を補うために日本証券業協会発行の『私募社債便覧』を利用し、2000年4月より2005年3月までの期間で信用保証協会の保証を付した銘柄を抽出し中小企業が発行した社債であると認識しサンプルとして扱った。同制度は2000年より施行されており、2005年3月末だけの資料では既に償還済みの社債が把握できない可能性があるため、2003年、2004年、2005年の資料を用いて重複したものを除外することにした。以上の作業を通じて抽出したサンプルは10,032銘柄となり、これまでの保証承諾実績（信用保証協会連合会調べ）に対し95.42%をカバーするものである。

分析の進め方は、まず中小企業が発行した銘柄を制度の特性を考慮して、年度別、その社債を引受けた金融機関の業態別（都市銀行、地方銀行、第二地方銀行、信用金庫、その他）、地域別、業種別それぞれ分類し、私募債の金利や発行額など現状分析し特徴の把握を試みた。次に中小企業の発行した私募債の金利への影響度を把握するため、「金利」を被説明変数、「社債回号」、「引受金融機関」、「地域」、「発行年度」、「業種」を説明変数として用いて重回帰分析を行って検討することにした<sup>14</sup>。

## 4. 中小企業の私募債の現況

### 4-1 年度別分析結果

今回利用したサンプルを発行年度別に分類し、金利に関して基本統計量、「平均発行額」、「平均償還期間」、「平均発行回号」を算出した（表1）。まず発行数について見ると、最も発行銘柄数が多かった年度は2002年度の2,996銘柄でありその後減少傾向にある。2002年度に一時的に銘柄数が増加している要因としては、同制度の要件基準が緩和されたため、私募債の発行可能な企業が増加したからであると予想される。しかし、全体的には発行総数は減少していることが見て取れる。

次に金利に関して、同金利が最も高かった年度は2000年度、平均金利が最も低かった年度は2002年度であり、その年度を境にして金利は上昇傾向にある。2002年度以降、金融機関の一般的な貸出金利が下降傾向にあることから考えると、私募債を発行する企業の中でも金利が高くなるような相対的にリスクの高い企業が発行するために平均金利が上昇していると予想される<sup>15</sup>。

また、平均発行金額を見ると2000年度が最も高く、2002年度が最も低くなっている。平均償還期間は年々減少しており、次第に短めの償還期間を設定する傾向にある。平均発行回号は2002年度が最も低く、2004年度が最も高くなっている。これは、2000年度より開始された同制度であるが、1回目の私募債の償還が済み、2回目以降の私募再の募集を行っている企業、つまり私募債の発行経験のある企業が再度社債を発行しているケースが増えているものと予想される。

表1 年度別の私募債の主な数値

		2000年	2001年	2002年	2003年	2004年	全 体
発行銘柄数		2,682	1,274	2,996	1,859	1,221	10,032
金 利 (%)	平 均	1.54	0.92	0.76	0.95	1.04	1.06
	最 高	3.23	2.00	2.35	3.40	2.52	3.40
	最 低	0.54	0.22	0.19	0.18	0.33	0.18
	中 央 値	1.55	0.89	0.72	0.90	1.04	0.97
	最 頻 値	1.71	0.79	0.63	0.70	1.04	1.00
	標準偏差	0.40	0.29	0.25	0.36	0.35	0.45
平均発行額 (千円)		107,438.48	101,475.67	90,450.60	93,265.20	97,108.93	97724.28
平均償還期間 (年)		5.07	4.76	4.64	4.58	4.28	4.72
平均発行回数 (回)		1.70	1.61	1.52	1.83	2.35	1.74

#### 4-2 引受金融機関別比較

私募債の全銘柄を「都市銀行」、「地方銀行」、「第二地方銀行」、「信用金庫」、「商工組合中央金庫（以下、商工中金）」、「その他」の引受金融機関別に分類して、銘柄数、金利、発行金額、償還期間、発行回数について比較を行うことにする（表2）<sup>16</sup>。なお、引受金融機関別に分析を行うにあたり、各金融機関を上記の業態ごとにグループにわけ金利・引受金額・償還期間・回数について分散分析を行った結果、「各グループの平均には差がある」という結果となり検証を進めていくことに意義があると認識した<sup>17</sup>。4-2 ではサンプル数が少ないため「その他」のグループは基本的に除外する。

##### (1) 引受銘柄数

引受銘柄数の合計をみると、都市銀行が4,575銘柄、地方銀行が3,339銘柄、第二地方銀行が844銘柄、信用金庫が295銘柄、商工中金が971銘柄、その他が8銘柄となっている。引受銘柄数の割合を算出すると、総数では都市銀行が45.60％、地方銀行が33.28％、第二地方銀行が8.41％、信用金庫が2.94％、商工中金が9.68％、その他が0.08％となる。このように都市銀行が最も多く引受けており、それに続いて地方銀行、商工中金の順となり、商工中金が第二地銀や信用金庫よりも私募債引受数が多いことが特徴である。

しかし、引受銘柄数を引受金融機関ごとに年度別に分析すると、当初は銘柄数全体の60％以上を都市銀行が引受けていたが、2003年度より都市銀行と地方銀行の引受割合が逆転し、2004年度には都市銀行が29.65％、地方銀行が41.20％となった。一方、第二地方銀行、信用金庫、商工中金もその割合を伸ばしているが、全金融機関が引受けた総数が2004年度では1,221銘柄と当初の半分になり、実数ベースで見るとすべての金融機関が引き受け数を減少させている。相対的に地方銀行がその割合を伸ばしているものの、実数から判断すると都市銀行が引受数を減少させている部分を

表2 引受金融機関別の私募債の状況推移

都 市 銀 行							
		2000年度	2001年度	2002年度	2003年度	2004年度	全 体
引受銘柄数		1,626	629	1,374	584	362	4,575
金 利 (%)	平 均	1.55	0.91	0.75	0.99	1.05	1.11
	最 高	3.23	1.96	2.05	2.81	2.52	3.23
	最 低	0.54	0.39	0.32	0.38	0.47	0.32
	中 央 値	1.58	0.87	0.69	0.91	1.03	1.00
	最 頻 値	1.71	0.79	0.63	0.70	1.08	1.71
	標準偏差	0.42	0.28	0.27	0.40	0.38	0.49
引受額合計(百万円)		175,850	62,340	117,090	53,370	37,570	446,220
平均引受額 (千円)		108,148.83	99,109.70	85,218.34	91,386.99	103,784.53	97,534.43
平均償還期間 (年)		5.12	4.91	4.64	4.49	4.17	4.79
平均発行回号 (回)		1.85	1.70	1.56	2.04	2.91	1.85
地 方 銀 行							
		2000年度	2001年度	2002年度	2003年度	2004年度	全 体
引受銘柄数		598	419	1,044	775	503	3,329
金 利 (%)	平 均	1.54	0.94	0.78	0.95	1.04	1.02
	最 高	2.56	2	1.70	3.40	2.05	3.40
	最 低	0.64	0.37	0.20	0.2	0.33	0.20
	中 央 値	1.54	0.92	0.75	0.90	1.05	0.95
	最 頻 値	1.60	1.00	0.90	0.55	1.12	1.00
	標準偏差	0.35	0.31	0.24	0.36	0.34	0.41
引受額合計(百万円)		68,330	46,550	104,400	78,360	52,150	349,790
平均引受額 (千円)		114,264.21	111,097.85	100,000.00	101,109.68	103,677.93	104,758.91
平均償還期間 (年)		4.97	4.56	4.62	4.62	4.27	4.62
平均発行回号 (回)		1.36	1.43	1.41	1.66	1.98	1.55
第 二 地 方 銀 行							
		2000年度	2001年度	2002年度	2003年度	2004年度	全 体
引受銘柄数		126	75	274	222	147	844
金 利 (%)	平 均	1.50	0.96	0.77	0.85	1.00	0.96
	最 高	2.40	2.00	1.68	2.00	1.94	2.40
	最 低	0.65	0.22	0.19	0.18	0.36	0.18
	中 央 値	1.51	0.91	0.75	0.85	0.99	0.88
	最 頻 値	1.50	0.90	0.79	0.85	1.04	0.85
	標準偏差	0.41	0.34	0.26	0.32	0.35	0.41
引受額合計(百万円)		12,510	6,950	23,750	18,900	11,830	73,940
平均引受額 (千円)		99,285.71	92,666.67	86,678.83	85,135.14	80,476.19	87,606.64
平均償還期間 (年)		5.02	4.69	4.79	4.49	4.48	4.68
平均発行回号 (回)		1.69	1.93	1.61	1.77	1.93	1.75

信 用 金 庫 引 受							
		2000年度	2001年度	2002年度	2003年度	2004年度	全 体
引受銘柄数		64	33	80	67	51	295
金 利 (%)	平 均	1.59	1.05	0.72	0.92	0.98	1.03
	最 高	2.33	1.69	1.50	2.00	1.58	2.33
	最 低	0.61	0.47	0.38	0.31	0.45	0.31
	中 央 値	1.66	1.13	0.62	0.88	1.00	0.97
	最 頻 値	2.00	1.20	0.62	0.57	1.30	1.10
	標準偏差	0.41	0.34	0.26	0.34	0.30	0.45
引受額合計(百万円)		5,602	3,170	6,760	5,730	4,310	25,590
平均引受額 (千円)		87,812.50	96,060.61	84,500.00	85,522.39	84,509.80	86,745.76
平均償還期間 (年)		5.25	5.24	4.74	4.94	4.45	4.90
平均発行回数 (回)		1.91	1.55	1.65	1.78	2.71	1.91
商 工 組 合 中 央 金 庫							
		2000年度	2001年度	2002年度	2003年度	2004年度	全 体
引受銘柄数		262	118	223	210	158	971
金 利 (%)	平 均	1.44	0.84	0.77	0.92	1.05	1.04
	最 高	2.36	1.63	1.47	1.75	1.81	2.36
	最 低	0.63	0.38	0.37	0.39	0.4	0.37
	中 央 値	1.40	0.84	0.75	0.91	1.04	0.97
	最 頻 値	1.55	0.79	0.77	0.93	1.04	0.93
	標準偏差	0.36	0.24	0.20	0.25	0.29	0.38
引受額合計(百万円)		25,230	10,270	18,890	16,920	12,710	84,020
平均引受額 (千円)		96,297.71	87,033.90	84,708.52	80,571.43	80,443.04	86,529.35
平均償還期間 (年)		4.95	4.60	4.52	4.67	4.34	4.65
平均発行回数 (回)		1.50	1.54	1.55	1.98	2.56	1.79
そ の 他 引 受							
		2000年度	2001年度	2002年度	2003年度	2004年度	全 体
引受銘柄数		6	0	1	1	0	8
金 利 (%)	平 均	1.61	—	2.35	0.7	—	1.59
	最 高	2.15	—	—	—	—	235
	最 低	1.00	—	—	—	—	0.7
	中 央 値	1.65	—	—	—	—	1.65
	最 頻 値	—	—	—	—	—	—
	標準偏差	0.42	—	—	—	—	0.57
引受額合計(百万円)		610	—	100	100	—	810
平均引受額 (千円)		101,666.67	—	100,000.00	100,000.00	—	101,250.00
平均償還期間 (年)		5.17	—	7.00	5.00	—	5.38
平均発行回数 (回)		2.33	—	7.00	1.00	—	2.75



他の業態が補っているわけでもなく、全金融機関の引受数が同じような傾向で減少している<sup>18</sup>。

## (2) 引受金額

引受金額を見ると2000年度から2004年度までの総額は銘柄数と比例しており、都市銀行が4,462億2,200万円、地方銀行が3,497億9,000万円、第二地方銀行が739億4,000万円、信用金庫が255億9,000万円、商工中金が840億2,000万円となっている。

しかし、平均引受金額を2000年度から2004年度までで算出すると、最も金額が大きかったのは地方銀行の1億475万円であり都市銀行の9,753万円を超えている。引受銘柄数とは異なり、すべての年度において平均引受金額が最も大きい額だった金融機関は都市銀行ではなく地方銀行であった。引受銘柄数では都市銀行に劣るものの、一件あたりの引受金額は地方銀行のほうが大きかった。

また、平均引受金額の推移を2000年度を基準としてみると、すべての金融機関でその額は減少している。しかし2003年度を境に二極化し、都市銀行、地方銀行は2003年度から増加し、第二地方銀行、信用金庫、商工中金はなおも減少傾向にある。都市銀行、地方銀行は一件あたりの引受金額の拡大路線をとり、逆に第二地方銀行、信用金庫、商工中金は一件あたりの引受規模を縮小していると推察できる。

## (3) 金利

金利を引受金融機関別に見ていくと、金利の推移はどの金融機関も同じような動きをしており、2002年度を境に上昇傾向にある（表2）。

平均金利では、2000年度から2004年度までのすべての銘柄の金利の平均を算出すると、最も高い金融機関は都市銀行の1.11%となり、最も低い金融機関は第二地方銀行の0.96%となる。同制度の初年度では信用金庫が引受けた私募債の平均金利が最も高く1.59%であったが、2004年度では信用金庫が最も低い0.98%となっている。最高金利は2003年度の地方銀行の3.40%、最低金利は2003年度の第二地方銀行の0.18%となる。

金利のレンジを見ると、都市銀行が2.91%、地方銀行が3.20%、第二地方銀行が2.22%、信用金庫が2.02%、商工中金が1.99%となっており、地方銀行が広く、逆に商工中金は狭く金利を設定していることがわかる。また、標準偏差は、都市銀行0.49%、地方銀行と第二地方銀行が0.41%、信用金庫0.45%、商工中金0.38%となっており、都市銀行の値が大きく、商工中金が小さい値となっている。

以上のことから、都市銀行が引受けた私募債は必ずしも金利が低いとは言えず、むしろ地方銀行のほうが金利を幅広く設定している。また信用金庫や商工中金は金利が低くかつ全体的に狭い範囲で金利を設定していることがわかる。年度によって多少の上下はあるものの、一般的な貸出金利は都市銀行、地方銀行、第二地方銀行、信用金庫の順で高くなっているが、私募債の場合では一般的な貸出金利とは異なり、信用金庫や第二地方銀行が引受けた私募債の金利のほうが、都市銀行や地

方銀行が引受けた私募債の金利よりも低い傾向にあると指摘できる<sup>19</sup>。

#### (4) 償還期間

償還期間を金融機関別に見ると、すべての金融機関が償還期間5年という私募債を引受けていることが多く、約半分の銘柄が5年の償還期間であり、続いて3年、7年という償還期間の順となる(表3)。また、償還期間の長い私募債を引受けているのが信用金庫の4.90年で、逆に短い償還期間の私募債を引受けているのが地方銀行の4.62年となっている。また、償還期間を引受けた年度ごとに見ていくと、すべての金融機関において償還期間が年々短くなってきている。特に都市銀行は2000年度に引受けた私募債の平均の償還期間が5.12年だったが、2004年度に引受けた私募債の平均償還期間は4.17年となり約1年も短くなっている<sup>20</sup>。

#### (5) 発行回号

企業は私募債を含め発行した社債に対して番号を付することになっており、これを回号という。回号を見れば、その企業が何回目の社債を発行したのかを把握できる。ここでは金融機関が私募債を引受ける際に、社債の発行経験のある企業の私募債を引受けるのか、もしくは社債の発行経験のない企業の私募債を引受けるのか、それぞれの傾向を把握するため分析を行った。

発行回号を金融機関別に見ていくと、すべての金融機関が「1回」の私募債を引受けているケースが多いことがわかり、特に地方銀行が引受けた銘柄のうち67.68%が「1回」の私募債である(表4)。また、信用金庫は他の金融機関と比べて「2回」の私募債を引受けているケースが多いことが見て取れる。このことから、地方銀行は社債の発行経験のない企業が私募債を発行する際に引受ける傾向にあり、一方信用金庫は既に社債の発行経験のある企業の私募債を引受ける傾向にあることがわかる。さらに、信用金庫に限らず、第二地方銀行や商工中金も都市銀行や地方銀行に比べて社債の発行経験のある企業、もしくは再度社債を発行するといった前回と同じ企業の私募債を引

表3 引受金融機関と償還期間のクロス集計表

	償還期間(年)						合 計
	2	3	4	5	6	7	
都市銀行	98	932	280	2,464	110	691	4,575
地方銀行	182	710	253	1,668	88	438	3,339
第二地方銀行	46	179	53	410	29	127	844
信用金庫	18	40	34	128	11	64	295
商工組合中央金庫	35	165	154	482	20	115	971
そ の 他	0	1	1	3	0	3	8
合 計	379	2,027	775	5,155	258	1,438	10,032

表4 引受金融機関と回号のクロス集計表

		回 号										合計
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10以上	
都市銀行	実数	2752	1004	370	174	96	64	37	24	16	38	4575
	割合	60.15%	21.95%	8.09%	3.80%	2.10%	1.40%	0.81%	0.52%	0.35%	0.83%	100.00%
地方銀行	実数	2260	704	211	82	35	17	9	4	8	9	3339
	割合	67.68%	21.08%	6.32%	2.46%	1.05%	0.51%	0.27%	0.12%	0.24%	0.27%	100.00%
第二地方銀行	実数	509	216	63	28	10	3	2	3	2	8	844
	割合	60.31%	25.59%	7.46%	3.32%	1.18%	0.36%	0.24%	0.36%	0.24%	0.95%	100.00%
信用金庫	実数	149	95	26	12	3	2	2	3	2	1	295
	割合	50.51%	32.20%	8.81%	4.07%	1.02%	0.68%	0.68%	1.02%	0.68%	0.34%	100.00%
商工中金	実数	532	272	96	34	10	12	8	3	1	3	971
	割合	54.79%	28.01%	9.89%	3.50%	1.03%	1.24%	0.82%	0.31%	0.10%	0.31%	100.00%
その他	実数	3	2	1	0	1	0	1	0	0	0	8
	割合	37.50%	25.00%	12.50%	0.00%	12.50%	0.00%	12.50%	0.00%	0.00%	0.00%	100.00%
合 計		6205	2293	767	330	155	98	59	37	29	59	10032

表5 金融機関別回号の推移

(回)	2000年	2001年	2002年	2003年	2004年	全体平均
都市銀行	1.85	1.70	1.56	2.04	2.91	1.85
地方銀行	1.36	1.43	1.41	1.66	1.98	1.55
第二地方銀行	1.69	1.93	1.61	1.77	1.93	1.75
信用金庫	1.91	1.55	1.65	1.78	2.71	1.91
商工組合中央公庫	1.50	1.54	1.55	1.98	2.56	1.79

受ける傾向にあることが数字から推測できる。

また、年度ごとに引受けた私募債の回号の平均を算出してみると年々その値は上昇しており、発行経験のある企業が再度発行し、金融機関がそれを引受けていることがわかる。特に都市銀行は年度が進むにつれて回号の平均値は上昇し、2004年度では2.91回となっている（表5）。その一方で、地方銀行や第二地方銀行は回号の平均値は上昇傾向にあるものの、2004年度ではそれぞれ1.98回、1.93回となっている。このことから、他に比べて地方銀行や第二地方銀行は社債の発行経験のない企業が発行する社債の引受を行う傾向にあると推察できる。

#### 4-3 都道府県別比較

これまで引受金融機関別に見てきたが、ここでは私募債を発行した企業の所在地を基準として都道府県別に分類し分析することにする（表6）<sup>21</sup>。

表 6 都道府県別私募債の状況

	企業数 (2004.6)	私募債発 行企業数	発行企業 割合	銘柄数	発行総額 (百万円)	平均金額 (百万円)	平均金利 (%)	平均回号 (回)	平均償還 期間(年)
北海道	31,127	246	0.79%	298	27,250	91.44	0.94	1.25	4.71
青森県	5,030	65	1.29%	84	11,120	132.38	0.93	1.29	4.75
岩手県	4,362	51	1.17%	76	5,850	76.97	1.24	1.45	5.28
宮城県	10,163	48	0.47%	59	6,410	108.64	1.08	1.41	5.47
秋田県	4,310	28	0.65%	39	4,950	126.92	1.26	1.64	5.64
山形県	5,980	83	1.39%	117	12,920	110.43	1.18	1.49	4.90
福島県	8,121	51	0.63%	76	8,540	112.37	1.13	1.51	4.93
茨城県	11,372	75	0.66%	96	11,530	120.10	1.08	1.31	5.24
栃木県	8,226	65	0.79%	92	8,680	94.35	1.13	1.42	5.00
群馬県	10,404	49	0.47%	64	7,560	118.13	1.20	1.45	4.66
埼玉県	25,298	241	0.95%	334	38,420	115.03	0.97	1.79	3.97
千葉県	18,515	51	0.28%	67	7,670	114.48	1.08	1.54	4.25
東京都	140,289	1,708	1.22%	2,391	210,960	88.23	1.05	1.87	4.43
神奈川県	34,086	435	1.28%	633	69,140	109.23	1.10	1.86	4.88
新潟県	13,174	93	0.71%	118	12,750	108.05	1.05	1.69	4.52
富山県	6,519	107	1.64%	132	12,940	98.03	1.02	1.30	4.44
石川県	8,158	124	1.52%	160	17,020	106.38	0.95	1.36	3.93
福井県	6,157	98	1.59%	139	15,140	108.92	1.15	1.38	4.67
山梨県	4,422	34	0.77%	47	6,660	141.70	1.26	1.36	5.62
長野県	11,280	158	1.40%	233	23,770	102.02	0.92	1.56	4.36
岐阜県	12,405	186	1.50%	277	26,950	97.29	0.97	1.79	4.84
静岡県	20,159	173	0.86%	245	27,570	112.53	0.98	1.50	4.94
愛知県	44,012	652	1.48%	1,030	88,900	86.31	1.04	2.02	4.88
三重県	7,176	157	2.19%	233	23,800	102.15	0.99	1.52	4.94
滋賀県	6,002	75	1.25%	98	10,790	110.10	1.13	1.37	4.90
京都府	17,701	133	0.75%	175	19,350	110.57	1.01	1.51	4.49
大阪府	78,385	883	1.13%	1,219	111,830	91.74	1.14	2.04	5.04
兵庫県	29,057	236	0.81%	319	30,880	96.80	1.05	1.82	5.31
奈良県	5,566	51	0.92%	69	7,050	102.17	1.17	1.72	4.97
和歌山県	4,573	85	1.86%	133	14,040	105.56	1.18	1.47	5.82
鳥取県	1,863	29	1.56%	37	3,820	103.24	0.93	1.24	4.78
島根県	2,127	20	0.94%	28	2,720	97.14	0.97	1.39	4.79
岡山県	9,214	61	0.66%	78	8,460	108.46	1.08	1.38	4.83
広島県	15,252	108	0.71%	149	13,410	90.00	0.97	1.50	4.10
山口県	5,865	31	0.53%	44	3,720	84.55	0.92	1.50	4.91
徳島県	3,090	20	0.65%	32	3,890	121.56	1.13	1.66	4.88
香川県	5,408	34	0.63%	43	3,260	75.81	1.01	1.49	4.88
愛媛県	6,673	51	0.76%	63	8,050	127.78	0.82	1.37	3.76
高知県	2,439	23	0.94%	33	3,970	120.30	1.13	1.42	4.67
福岡県	22,036	137	0.62%	191	20,290	106.23	1.09	1.49	4.88
佐賀県	2,660	9	0.34%	9	1,050	116.67	0.95	1.11	5.22
長崎県	4,122	50	1.21%	60	6,510	108.50	0.99	1.17	4.37
熊本県	5,340	78	1.46%	123	12,650	102.85	1.14	1.69	4.33
大分県	4,161	22	0.53%	34	2,850	83.82	1.02	1.62	4.26
宮崎県	3,632	11	0.30%	13	1,410	108.46	1.01	1.23	4.31
鹿児島県	5,286	14	0.26%	15	1,050	70.00	1.41	1.13	5.40
沖縄県	3,075	21	0.68%	27	2,820	104.44	1.12	1.26	4.52

最も発行銘柄が多い都道府県は東京都の2,391銘柄であり、続いて大阪府1,219銘柄、愛知県1,030銘柄である。発行企業数の実数を見ると、発行銘柄数と同様に東京都1,708社、2位大阪府883社、愛知県652社となる。しかし、都道府県の企業数をベースに発行経験のある企業の割合を算出してみると、私募債の発行経験のある企業の割合が高かったのは三重県2.19%、和歌山県1.86%、富山県1.64%の順になり、逆に低いのは鹿児島県0.26%、千葉県0.28%、宮崎0.30%となる<sup>22</sup>。

次に発行金額を見ていくことにしよう。一件あたりの平均発行金額が大きい都道府県は山梨県141.70百万円、青森県132.38百万円、愛媛県127.78百万円と続き、逆に平均発行額が小さい都道府県は鹿児島県70.00百万円、香川県75.81百万円、岩手県76.97百万円となっている。そして金利を見ていくと、私募債の平均発行金利が低い都道府県は愛媛県0.82%、長野県0.92%、山口県0.92%となり、逆に高い都道府県は鹿児島県1.41%、秋田県1.26%、山梨県1.26%となる。

また、平均の発行回数は、大阪府2.04回、愛知県2.02回、東京都1.87回の順で値が高く、逆に値が低い都道府県は佐賀県1.11回、鹿児島県1.13回、長崎県1.17回の順である。さらに平均償還期間が短い都道府県は、愛媛県3.76年、石川県3.93年、埼玉県3.97年であり、償還期間が長い傾向にある都道府県は和歌山県5.82年、秋田県5.64年、山梨県5.62年の順である。

このように都道府県別に分類し分析してみると、確かに東京都や大阪府、愛知県のような企業数が多い都道府県では私募債の銘柄数や発行企業数は多かった。しかし金利の値に関しては、地方の都道府県のほうが低く設定しており、必ずしも企業数が多い都道府県の金利が低いとはいえないことが明らかになった<sup>23</sup>。このことにより、前記した仮説②「企業数の多い関東や近畿地方で発行される私募債の金利は低くなる」に関しては棄却された。

#### 4-4 業種別比較

ここでは私募債を発行した企業を、製造業、小売業、卸売業、サービス業、建設業、不動産業、水産農林・鉱業に分類して分析を行う。

最も多く私募債を発行している業種は製造業4,046銘柄（40.3%）であり、続いて卸売業17.8%、

表7 業種別私募債の状況

	銘柄数	発行総額 (百万円)	平均金額 (百万円)	平均金利 (%)	平均回数 (回)	平均償還 期間(年)
製造業	4,046	397,460	98.24	1.08	1.77	4.84
小売業	672	67,710	100.76	1.08	1.65	4.92
卸売業	1,782	160,750	90.21	1.05	1.73	4.69
サービス業	1,438	140,610	97.78	1.03	1.03	4.78
建設	1,521	153,100	100.66	1.03	1.73	4.42
不動産	508	54,220	106.73	1.02	1.91	4.28
水産農林・鉱業	65	6,520	100.31	0.97	1.57	4.65

建設業15.2％，サービス業14.3％と続く。平均発行金額が最も大きい業種は不動産業で1億673万円であり，逆に平均発行金額が小さい業種は卸売業の9,021万円である。金利に関しては，最も平均金利が高い業種は製造業と小売業の1.08％，最も低い業種は水産農林・鉱業の0.97％となっている。回号に関しては，最も回数が多い業種は不動産業の1.91回，最も回数が少ない業種は水産農林・鉱業の1.57回である。償還期間は，最も長い業種は小売業の4.92年，最も短い業種は不動産業の4.28年である。以上のことから，業種に関して見て取れる特徴は，発行数が多い業種は製造業であること，不動産業が私募債を複数回発行し発行金額も相対的に大きな額であり，また金利は低く償還期間は短めの傾向であることが推察できる。

## 5. 重回帰分析による金利への影響度

これまでの検証で仮説①に関しては，私募債の場合は一般的な貸出金利とは違い，都市銀行が引き受けた私募債は必ずしも他の業態の金融機関が引き受けた私募債よりも金利は低くはないという結果となった。また仮説②に関しては，企業数の多い都道府県と金利の関係はないことがわかった。

そこで，ここではこれまで検証してきた項目が金利に対してどのくらい影響しているのか，つまり仮説③に対して検証する。前述したように，中小企業の貸出に関してはリレーションシップバンキングやスコアリングによって行われており，金利設定は財務内容や企業の定性的なデータに基づいて設定されているといわれている。今回の検証では，企業の売上高，利益など財務データは使用しておらず，償還期間や発行年度，所在地といった，直接企業の業績や性格を表さない項目を利用している。そのため，この分析では金利への説明度が低い可能性があると予想された。

重回帰分析を行うにあたり，金利を被説明変数，説明変数を発行金額（対数），償還期間，回号，業種ダミー（製造，サービス，卸売，小売，建設，不動産で水産農林・鉱業を基準に設定），発行年度ダミー（2000年度，2001年度，2002年度，2003年度で，2004年度を基準に設定），引受金融機関ダミー（都市銀行，地方銀行，第二地方銀行，商工中金，その他），地域ダミー（関東，中部，近畿，中国，四国，九州沖縄で，北海道東北を基準）を用いた<sup>24</sup>。重回帰分析はSPSSを使用し，多重共線性を考慮し上記の変数から選択することにした。最終的に残った変数は，発行金額（対数），償還期間，発行年度ダミー，都銀ダミー，地銀ダミー，その他ダミー，業種ダミー（建設，不動産）であった<sup>25</sup>。これらの変数を用いて重回帰分析を行った結果が表8である<sup>26</sup>。

重回帰分析の結果を見ると，まずモデル式に関しては調整済み決定係数（R<sup>2</sup>）が0.708で有意確率が0.00という結果となり意義があると理解した。各説明変数の標準化係数を見ると，2001年度，2002年度，2003年度が負となり，それ以外は金利に正となっている。特に償還期間と年度が金利に対する影響度が高い。償還期間および2000年度は正に，2002年度は負に影響しているとして取れる。償還期間に関しては，期間が長いということはリスクが増加するため金利が高く設定される傾向にあると理解できる。また年度に関して，2000年度は制度が始まった当初で金利が高く，2002年度は制度が改正となり発行や引受が活発化し金利が低くなったと推察する。金融機関に関

表 8 重回帰分析の結果

分散分析

モデル集計

	平方和	自由度	平均平方	F 値	有意確率
回帰	1441.88	11	131.08	2209.80	0.00
残差	594.36	10020	0.06		
全体	2036.25	10031			

R	R <sup>2</sup> 乗	調整済み R <sup>2</sup> 乗	推定値の 標準誤差
0.841	0.708	0.708	0.244

	非標準化係数		標準化係数	t	有意確率
	B	標準誤差	ベータ		
(定数)	0.098	0.058		1.693	0.090
発行金額対数千円	0.030	0.012	0.014	2.536	0.011
償還期間	0.176	0.002	0.515	91.934	0.000
都市銀行	0.040	0.007	0.044	6.107	0.000
地方銀行	0.050	0.007	0.052	7.237	0.000
その他	0.180	0.086	0.011	2.085	0.037
2000年	0.357	0.009	0.350	40.933	0.000
2001年	-0.205	0.010	-0.151	-20.727	0.000
2002年	-0.337	0.008	-0.342	-40.182	0.000
2003年	-0.142	0.009	-0.122	-15.757	0.000
建 設	0.027	0.007	0.021	3.868	0.000
不動産	0.024	0.011	0.012	2.163	0.031

しては、都市銀行と地方銀行が引き受けた私募債に関しては金利がプラスになる傾向があるが影響度は小さい。地域に関する変数は選択する段階で除外されてしまい、金利に対しては影響が少ないことがわかった。また、業種も建設業と不動産業に関しては金利が高くなる傾向があるが影響度は低いことがわかった。さらに発行金額の大きさが金利に与える影響は小さいこともわかった。

以上のように、金利に対して償還期間と発行年度が特に強く影響を与え、所在地や引受金融機関、発行金額、業種といった項目は影響を強くは与えないという結果となった。ここで注目すべき点は、各企業の財務データや定性的なデータを用いていないにもかかわらず、金利への影響度が今回の分析で70%近くも説明できてしまう点である。金融機関が私募債を引き受ける際には、企業の業績等以外の要因、つまり償還期間や発行年度が金利に影響しているという結果になった。一般の貸出においてはリレーションシップバンキングやスコアリングによって金利に反映されるが、私募債に関しては企業の業績等以外の要因が大きく影響している可能性があることになる。よって金融機関が私募債の金利設定をする際には、財務データや定性的な情報以外の要因が大きな割合を占め、一般的な貸出の金利設定方法とは異なっている可能性があるかと推察できる。

## 6. 考察および今後の課題

本論文では3つの仮説を立ててその検証を試みた。まず、中小企業の私募債を年度ごと、引受金融機関ごと、都道府県ごと、業種ごとに分析を行い、私募債の現状を詳細に把握した。次にそれらの項目を用いて重回帰分析を行い、金利にどの程度影響しているかを検証した。

仮説に対する結果は、引受金融機関を見ると必ずしも都市銀行が引き受けた私募債の金利が低くなるとは限らず、むしろ高くなる傾向にあることが指摘できた。これは一般の貸出とは異なっていることは注目すべき点である<sup>27</sup>。また、企業の所在地（都道府県）および業種に関しては今回の検証では金利への影響は小さいことがわかった。そして、中小企業の私募債に影響を与える要因としては、償還期間と発行年度がその度合いが大きいと理解することができた。

さらに、仮説の検証以外で明らかになったことは、今回の検証では社債を発行する企業の業績など財務データ等を利用していないにもかかわらず、モデル式により金利の約70%をそれ以外の要因（償還期間等）で説明できたことである。この結果から考察すると、金融機関は私募債の金利を決定する要因として、一般的な貸出とは異なり企業の業績などを金利にはそれほど反映していない可能性があるとは指摘ができる。

これは、私募債の発行をする際に金融機関が申込用件を設定することで企業の選別を既に行っており、そもそも一定の条件をクリアした企業が私募債を発行するが故に業績等の金利への影響が少ないと推察する。中小企業と金融機関の取引関係が既に構築されており、業績等を私募債の発行可否の判断材料として使用し、その結果として選別された企業が私募債を発行し金融機関が引受けるという構図になっているのではないだろうか。中小企業の中でも、金融機関との関係構築ができて、その上で金融機関の判断で発行できるのであれば、それは融資の代替すなわち金融機関依存型の資金調達に過ぎず、社債の発行による調達手法の拡充といった中小企業全体としての資金調達の多様化とはいえないと考える。

特定社債保証制度を利用した私募債の発行数は減少している。この原因は上記で分析したように限定された企業のみが利用可能である仕組みであるならば、その制度を利用できる企業が一巡して私募債のニーズが飽和状態に達したからである。また、同制度の「融資の代替的側面」の終焉という状態であることも指摘できる。同制度は中小企業への貸し渋り対策という性格と共に、金融機関への救済的措置的な性格も有していた。金融機関は業績が回復し、さらに収益性の高いビジネスローンへと事業を移行している状況を鑑みると、私募債を引き受ける側の金融機関の姿勢に変化が生じている可能性がある。中小企業にとって私募債という手法は、直接金融という資金調達チャネルの増加になるという契機だった。しかし、その実態は旧態依然の金融機関の融資と変わらず、私募債を金融機関が引き受けるという金融機関依存型の資金調達という現状であった<sup>28</sup>。今回の分析により私募債の金利は企業の業績よりも単に償還期間や発行年度が影響しており、また金融機関によりその発行を許される企業が限定されているのならば、今後同制度によって中小企業の社債の利用



可能性が高まることは現状では困難であると結論付け、本論文は林（2004）を補足する位置づけとなった。

今後の課題としては、今回は私募債を発行している企業の個別財務データを考慮しておらず、そのデータを入手して分析する必要がある。中小企業の私募債の金利の決定要因の残りの3割は企業の財務データが影響すると仮定し、実際にどの程度の企業が発行をしているのかを分析することにする。また、個別金融機関や各都道府県別に詳細に分析する必要がある。これは総体では発行数が減少しているものの、都道府県ごとや個別の金融機関ごとの増減は把握できておらず、中には私募債が増加している都道府県や引受数が増加している金融機関が存在している可能性がある。さらに特定社債保証制度の申込要件よりも規模の小さい中小企業、つまり同制度を利用できない企業が発行している私募債について調査する必要があると考える。このような中小企業は金融機関を介しないで私募債を調達していることになり、金融機関依存型ではない新たな資金調達手法として認識をして分析を行うことにする。

#### <参考文献>

- 磯谷 玲「アメリカの私募債市場について」『証券経済研究』第16号、日本証券経済研究所、1998年。
- 宇田川 潔「公的信用保証付与による中小企業の直接金融活用を促せ」『金融財政事情』7月5日号、1999年
- 遠藤孝司「大阪府中小企業等債券市場」の創設について『信用保険月報』9月号、2002年
- 岡東務・松尾順介編著『現代社債市場分析』、シグマベイクピタル、2003年
- 岡東 務「日本及び米国の社債市場の比較について」『証券経済研究』第30号、日本証券経済研究所、2001年
- 岡東 務『日本の債権格付』税務経理協会、2004年
- 忽那憲治「わが国信用保証制度の改革の方向性をめぐって」『信用保険月報』1月号、2003年
- 越坂 淳「東京都債券市場構想」『信用保険月報』3月号、2003年
- 後藤 猛「社債流通市場の歴史的考察」『証券経済研究』第4号、日本証券経済研究所、1996年
- 後藤 猛「社債市場の新展開」『証券経済研究』第18号、日本証券経済研究所、1999年
- 後藤 猛「我が国社債発行市場政策の史的考察」第30号、日本証券経済研究所、2001年
- 財団法人資本市場研究会編『現代社債市場』財経詳報社、2003年
- 齋藤一朗「中小企業金融システムの現状と課題—北海道のケースを通じた考察—」『中小公庫マンスリー』5月号、2003年
- 篠原 徹「私募債市場の拡大と中小企業」『商工金融』9月号、1992年
- 柴田武男「中小企業と債券市場」『証券経済研究』第41号、日本証券経済研究所、2003年
- 下吹越一孝『中小企業のための少人数私募債』法令、2003年
- 寺田紘三「直接金融・間接金融をミックスした支援が必要」『金融財政事情』10月8日号、1998年
- 日本証券業協会『私募社債便覧平成15年3月末現在』2003年
- 日本証券業協会『私募社債便覧平成16年3月末現在』2004年
- 日本証券業協会『私募社債便覧平成17年3月末現在』2005年
- 野田彰彦「中堅・中小企業による社債発行の現状と課題」『富士総研論集』2000年Ⅱ号、2000年
- 林 幸治「特定社債保証制度から見た中小企業の私募債の現状と課題」『経営論集』明治大学経営学研究所、第52巻第1.2号合併号、2004年
- 本間健二「中小企業向け直接金融の可能性と課題—東京都の債券市場構想を例として—」『高千穂論叢』第37巻第2号、高千穂大学商学会、2002年
- 松尾順介『日本の社債市場』東洋経済新報社、1999年

松尾順介「金融制度改革と社債制度改革」『証券経済研究』第18号，日本証券経済研究所，1999年  
 三浦后美『現代社債財務論』税務経理協会，1992年  
 三浦后美「私募債市場の日本的特質」『証券経済学会年報』第27号，証券経済学会，1993年  
 三浦后美「日本の社債金融と債権格付けの役割」『証券経済研究』第30号，日本証券経済研究所，2001年  
 村本 孜『リレーションシップ・バンキングと金融システム』東洋経済新報社，2005年  
 森谷智子「日本における社債担保証券の意義と問題点」坂本恒夫編『現代コーポレートファイナンス論』税務  
 経理協会，2002年  
 戴下史郎・武士俣友生編著『中小企業金融入門』東洋経済新報社，2002年  
 郵政研究所『社債市場の動向と社債投資に関する調査研究報告書』郵政省，2003年  
 Mark Carey, Stephen Prowse, John Rea, and Gregory Udell, *The Economics of the Private Placement Market*,  
 FRB Staff study (<http://www.federalreserve.gov/pubs/staffstudies/1990-99/ss166.pdf> 2003年10月29日参  
 照)

## 注

<sup>1</sup> 特定社債保証制度は2000年5月より施行された制度であり，間接金融に依存していた中小企業の資金調達を，資本市場から直接金融でも資金調達を可能とするために，信用保証協会の保証制度を利用し，信用保証協会が社債の保証をする形で中小企業の私募債発行を円滑にする制度である。同制度は2002年度に改正され適用条件が増やされ，さらに2005年度にも改正された。これまでは社債を発行する企業の純資産額が3億円以上の企業に限定されていたが，2005年度の改正では，発行要件の純資産額が1億円以上にまで緩和されたことで起債できる企業が増加し，同制度の利用可能性が高まった。さらに，社債の最低発行金額が5000万円だったものが3000万円にまで引き下げられ，さらには期限一括償還であったものが，定時償還（分割償還）を選択することが可能となった。新基準は2006年1月10日より適用されている。

なお，本論文ではこの制度に基づいて発行された社債を私募債と呼ぶことにし，2005年度改正前の条件で発行された社債を扱っている。

参考 中小企業特定社債保証制度の申込要件（2005年度改正，要件③設定）

項 目			要 件 ①	要 件 ②	要 件 ③
A		純資産額	5億円以上	3億円以上 5億円以内	1億円以上 3億円未満
財務 指標	B	自己資本比率	15%以上	20%以上	20%以上
	C	純資産倍率	1.5倍以上	1.5倍以上	2.0倍以上
収益 指標	D	使用総資本事業利益率	5%以上	10%以上	10%以上
	E	インタレスト・カバレッジ・レシオ	1.0倍以上	1.5倍以上	2.0倍以上

（注1） 上記のAを満たし，BまたはCのいずれか1項目及びDまたはEのいずれか1項目を充足する中小企業者（株式会社）。

（注2） 2002年度改正で要件②が新要件として設定

（注3） 2005年度改正で要件③が新要件として設定，さらに下記の改正も行われた

- ・最低発行額5000万円→3000万円に減額
- ・期限一括償還のみであったが，定時償還（分割償還）も可能となる

### ☆各指標

- ・純資産額＝資本の額（資本金を含む）
- ・自己資本比率＝資本の額（資本金を含む）÷純資産×100
- ・純資産倍率＝資本の額（資本金を含む）÷資本金
- ・使用総資本事業利益率＝（営業利益＋受取利息・受取配当金）÷資産の額×100
- ・インタレスト・カバレッジ・レシオ＝（営業利益＋受取利息・受取配当金）÷（支払利息＋割引料）

<sup>2</sup> 全国信用保証連合会に調査するも，各年度の総額しか公開できないということであった。

<sup>3</sup> 三浦（1993）p. 207参照。

- 4 同上, p. 210参照。
- 5 磯谷 (1998) p. 108参照。
- 6 同上, p. 109参照。
- 7 私募債発行限度額が「資本金＋法廷準備金もしくは純資産のいずれか大きいほう」から「純資産額」へと統一された (のちに1993年商法改正により撤廃)。
- 8 たとえば, 適債基準が「15億円以上の純資産額」という基準の下で議論されている。
- 9 野田 (2000) p. 14参照。
- 10 同上, p21参照。
- 11 柴田 (2003), p. 84参照
- 12 日本銀行の貸出約定平均金利 (<http://www.boj.or.jp/theme/research/stat/dl/kinri/yaku/index.htm>) 参照。
- 13 村本 (2005) などを参照されたい。
- 14 ここで金利に着目した理由は, まず相対的に私募債の金利が低めに設定されていることから始まる。金利は企業に対する金融機関の評価であるという認識のもと, 貸出に際してはスコアリングやリレーションシップバンキングを通じて金利設定が行われており, 私募債についてはどうなのかを検証するため金利を用いることにした。
- 15 前出, 日本銀行の貸出平均金利により金融機関全体の貸出約定平均金利を算出すると, 2002年度1.80%, 2001年度1.62%, 2002年度1.61%, 2003年度1.58%, 2004年度1.51%と年々低くなっている。
- 16 地方銀行は地方銀行協会加盟の銀行, 第二地方銀行は第二地方銀行協会加盟の銀行とする。その他には, 新生銀行, 三菱信託銀行, 中央三井信託銀行, あおぞら銀行, 信用組合を含む。
- 17 分散分析の結果, 帰無仮説 (各グループの平均は等しい) がすべての項目において有意確率0.00で棄却され, それぞれのグループには差があるという結果になった。
- 18 都市銀行が引受数を減らしたのがどこなのか, その要因は何であるか, また他の業態がなぜ代替的な機能を担えないのかを今後検証する必要がある。たとえば, 2000年には地方銀行のうち引受実績のあるものが50行であったのが, 2004年には57行と伸びているが, 引受実数および総額とともに伸びていない。
- 19 日本銀行の貸出金利のデータ ([http://www.boj.or.jp/type/stat/dlong/fin\\_stat/rate/index.htm#lrate](http://www.boj.or.jp/type/stat/dlong/fin_stat/rate/index.htm#lrate) 2006年5月3日アクセス) をもとに, 金融機関ごとに貸出平均金利を本研究の私募債の対象年度に合わせて算出すると, 下記のように都市銀行, 地方銀行, 第二地方銀行, 信用金庫の順におおむねなる。この数値は中小企業向けの貸出金利ではなくそれ以外の貸出金利を含んでいるが, 傾向を把握するために利用した。なお, この数値からみると, 全体的に一般的長期貸出金利よりも私募債の金利のほうが, 0.5%~1.4%も低い設定であることがわかる。しかし, 野田 (2000 p. 14) が指摘しているように, 私募債発行には金利以外にプラス1%前後の手数料がかかることとされている。
- 20 これが私募債を発行する企業側の意図なのか, 引受ける金融機関の要請なのかは不明である。
- 21 企業数は総務省「事業所・企業統計調査」を参照し株式会社数で算出してある。
- 22 私募再を発行したことがあるかないかを回号で集計し, 複数回発行した企業も1回以上発行経験のある企業とした分類した。
- 23 金利は後にも述べるが, 地域間の格差よりも私募債を発行した年度に影響されるケースが多く, 都道府県ごとにさらに年度別に分類する必要がある。
- 24 地域ダミーを用いるにあたり都道府県を7つの地域に下記のように分類した。  
 <北海道・東北> 北海道, 青森, 岩手, 宮城, 秋田, 山形, 福島  
 <関東> 茨城, 栃木, 群馬, 埼玉, 千葉, 東京, 神奈川  
 <中部> 岐阜, 静岡, 愛知, 三重, 富山, 石川, 福井, 新潟, 長野, 山梨  
 <近畿> 滋賀, 京都, 大阪, 兵庫, 奈良, 和歌山  
 <中国> 鳥取, 島根, 岡山, 広島, 山口  
 <四国> 徳島, 香川, 愛媛, 高知  
 <九州・沖縄> 福岡, 佐賀, 長崎, 熊本, 大分, 宮崎, 鹿児島, 沖縄
- 25 最終的に残った変数に関する相関係数は文末に掲載したので参照されたい。

<sup>26</sup> ここで回帰式を  $Y = \beta_0 + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3 \cdots + \beta_9 X_9 + \beta_{10} X_{10}$  とした。

帰無仮説  $H_0$  は  $\beta_1 = \beta_2 = \beta_3 = \beta_4 = \beta_5 = \beta_6 = \beta_7 = \beta_8 = \beta_9 = \beta_{10} = 0$

対立仮説  $H_1$  は  $\beta_1 \neq \beta_2 \neq \beta_3 \neq \beta_4 \neq \beta_5 \neq \beta_6 \neq \beta_7 \neq \beta_8 \neq \beta_9 \neq \beta_{10} \neq 0$

とした。分析の結果から有意確率  $= 0.00 < 0.05$  なので帰無仮説  $H_0$  が棄却され、回帰式に意味があると理解した。

<sup>27</sup> 都市銀行、地方銀行が引き受けている銘柄数が全体の約80%となっており、企業を囲い込みをしている可能性もある。これに対処するため他の金融機関は金利を低くする、もしくは低くなるような企業を選別している結果、相対的に都市銀行の引受金利が高くなっていると推察する。

<sup>28</sup> 林（2004）を参照されたい。

#### 参考 変数の相関係数

		金利	金額対象	償還期間	都市銀行	地方銀行	その他	2000年	2001年	2002年	2003年	建設	不動産
金 利	相関係数	1.00	0.18	0.59	0.11	-0.07	0.03	0.64	-0.12	-0.42	-0.12	-0.02	-0.02
	有意確率		0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.05	
	N	10032	10032	10032	10032	10032	10032	10032	10032	10032	10032	10032	10032
発行金額	相関係数	0.18	1.00	0.15	0.00	0.09	0.00	0.12	0.03	-0.10	-0.05	0.03	0.04
	有意確率	0.00		0.00	0.85	0.00	0.81	0.00	0.00	0.00	0.00	0.01	0.00
	N	10032	10032	10032	10032	10032	10032	10032	10032	10032	10032	10032	10032
償還期間	相関係数	0.59	0.15	1.00	0.05	-0.05	0.01	0.16	0.01	-0.04	-0.05	-0.10	-0.08
	有意確率	0.00	0.00		0.00	0.00	0.16	0.00	0.19	0.00	0.00	0.00	0.00
	N	10032	10032	10032	10032	10032	10032	10032	10032	10032	10032	10032	10032
都市銀行	相関係数	0.11	0.00	0.05	1.00	-0.65	-0.03	0.18	0.03	0.00	-0.14	-0.10	0.04
	有意確率	0.00	0.85	0.00		0.00	0.01	0.00	0.00	0.74	0.00	0.00	0.00
	N	10032	10032	10032	10032	10032	10032	10032	10032	10032	10032	10032	10032
地方銀行	相関係数	-0.07	0.09	-0.05	-0.65	1.00	-0.02	-0.14	0.00	0.02	0.09	0.12	-0.02
	有意確率	0.00	0.00	0.00	0.00		0.05	0.00	0.75	0.03	0.00	0.00	0.02
	N	10032	10032	10032	10032	10032	10032	10032	10032	10032	10032	10032	10032
その他	相関係数	0.03	0.00	0.01	-0.03	-0.02	1.00	0.03	-0.01	-0.01	0.00	0.00	0.01
	有意確率	0.00	0.81	0.16	0.01	0.05		0.00	0.28	0.66	0.83	0.34	
	N	10032	10032	10032	10032	10032	10032	10032	10032	10032	10032	10032	10032
2000年	相関係数	0.64	0.12	0.16	0.18	-0.14	0.03	1.00	-0.23	-0.39	-0.29	0.00	-0.02
	有意確率	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00		0.00	0.00	0.00	0.97	0.07
	N	10032	10032	10032	10032	10032	10032	10032	10032	10032	10032	10032	10032
2001年	相関係数	-0.12	0.03	0.01	0.03	0.00	-0.01	-0.23	1.00	-0.25	-0.18	-0.03	-0.03
	有意確率	0.00	0.00	0.19	0.00	0.75	0.28	0.00		0.00	0.00	0.00	0.01
	N	10032	10032	10032	10032	10032	10032	10032	10032	10032	10032	10032	10032
2002年	相関係数	-0.42	-0.10	-0.04	0.00	0.02	-0.01	-0.39	-0.25	1.00	-0.31	-0.01	-0.04
	有意確率	0.00	0.00	0.00	0.74	0.03	0.28	0.00	0.00		0.00	0.53	0.00
	N	10032	10032	10032	10032	10032	10032	10032	10032	10032	10032	10032	10032
2003年	相関係数	-0.12	-0.05	-0.05	-0.14	0.09	0.00	-0.29	-0.18	-0.31	1.00	0.02	0.01
	有意確率	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.66	0.00	0.00	0.00		0.11	0.57
	N	10032	10032	10032	10032	10032	10032	10032	10032	10032	10032	10032	10032
建 設	相関係数	-0.02	0.03	-0.10	-0.10	0.12	0.00	0.00	-0.03	-0.01	0.02	1.00	-0.10
	有意確率	0.02	0.01	0.00	0.00	0.00	0.83	0.97	0.00	0.53	0.11		0.00
	N	10032	10032	10032	10032	10032	10032	10032	10032	10032	10032	10032	10032
不動産	相関係数	-0.02	0.04	-0.08	0.04	-0.02	0.01	-0.02	-0.03	-0.04	0.01	-0.10	1.00
	有意確率	0.05	0.00	0.00	0.00	0.02	0.34	0.07	0.01	0.00	0.57	0.00	
	N	10032	10032	10032	10032	10032	10032	10032	10032	10032	10032	10032	10032

\*\* 相関係数は1%水準で有意（両側）です。

\* 相関係数は5%水準で有意（両側）です。